

政策提案
新たな世界的不均衡の解決における東アジアの役割

吉富勝、Li-Gang LIU、Willem THORBECKE*

「アジア経済統合時代における新たな世界的不均衡の解決」**に関する NEAT
ワーキンググループのメンバーとの協力による

後援 経済産業研究所(RIETI)

2005 年 8 月 1 日 東京

目次

- I. はじめに
- II. 新たな世界的不均衡の特徴
 - A. 米国の経常収支赤字
 - B. 東アジアの経常収支黒字
- III. 新たな世界的不均衡の持続可能性
 - A. 米国の経常収支赤字の持続可能性
 - B. アジアの中央銀行による外貨準備蓄積の持続可能性
- IV. 米国がとるべき対外調整政策
- V. 現在の世界的不均衡の解決における東アジアの役割
 - A. 協調的な通貨調整が必要な根拠
 - 1. 東アジアの三角貿易構造
 - 2. 東アジアにおける補完的・競合的な貿易関係
 - B. 東アジア地域に適したポリシー・ミックス
- VI. 結論
- A1. 添付資料 米国の経常収支赤字の持続可能性

*吉富勝は経済産業研究所所長・CRO、Li-Gang LIU および Willem THORBECKE は同研究所上席研究員。

**論文末尾に掲載。この論文には、ワーキンググループからの非常に貴重かつ建設的なコメントが反映されている。

I. はじめに

世界経済は危ういバランスの中にある。米国では投資に比して国内貯蓄が不足しているため、GDP 比 6%の巨額の経常収支赤字が見られる。これは、世界の経常収支赤字合計あるいは世界の純貯蓄の 4 分の 3 を占める。2002 年以降、民間資本の流入は米国の対外赤字をファイナンスするに不十分となっている。米ドルの下落を伴うこの不足分の大部分は、アジアの中央銀行が埋め合わせている。だがこのような調整を無限に持続することはできない。米国の貯蓄不足が改善されなければ、米ドルがさらに下落する可能性がある。

巨額の対外赤字を抱える米国とは対照的に、東アジア諸国の経常収支は黒字となっている¹。米国が巨額の赤字に陥った時期にあたる 1997～98 年以降、こうした経常収支の黒字化が生じた。東アジアの黒字は、世界の経常収支赤字合計ならびに米国の対外赤字の約 45%を占める。自国の巨額の赤字を解決するのは主として米国の責務だが、東アジアはその調整プロセスで重要な役割を果たすことができる。

この政策提案の目的は、現在の世界的不均衡の解決にあたり、米国、東アジア諸国それぞれが果たし得る役割を明らかにすることである。そのため、まずこの不均衡の特徴(セクション II)および持続可能性(セクション III)について論じる。次に、米国がとるべき対外調整政策を提案し(セクション IV)、最後に、東アジアが自らの利益のため行動しつつ、世界経済の不均衡解消に向けて果たし得る役割を検討し(セクション V)、結論を導きだす(セクション VI)。

¹ この論文で言う東アジアとは、ASEAN 諸国プラス中国・日本・韓国を指す。

II. 新たな世界的不均衡の特徴

A. 米国の経常収支赤字

1990年代後半の民間投資ブーム、2000～01年の景気後退後の財政黒字から巨額の赤字への劇的な転換、1997年から現在まで続く高い消費支出によって、米国の対外不均衡が促された。これら3要因全てが、投資に対する国内貯蓄不足(すなわちI-Sインバランス)に寄与し、ひいては今ではGDP比6%に相当する経常収支赤字をもたらした。1997～2001年には、米国の経常収支赤字をファイナンスするに十分な民間資本の流入があったため、ドルの実質実効為替レートは17%上昇した。だが2002年以降、民間資本で経常収支赤字を埋め合わせることができなくなり、ドルの実質実効為替レートは2002年1月～2004年12月の間に17%下落した。現在、米ドルは過去四半世紀の平均水準に戻っている。

B. 東アジアの経常収支黒字

1997年以後、米国は経常収支不均衡に陥ったが、東アジアの経常収支は赤字から黒字へ転じる(アジア金融危機に襲われた国々)か、あるいはもともと黒字であった場合、その規模がさらに膨らんでいる(危機に陥らなかった国々)。1997～98年のアジア金融危機以降、危機に襲われた国々では現在に至るまで、投資/GDP比率が貯蓄/GDP比率を下回っているため、危機前の赤字とは対照的な巨額の経常収支黒字がもたらされた。シンガポール・台湾など危機に陥らなかった経済圏でも、同様に貯蓄/GDP比率に比して投資/GDP比率が低下したため、経常収支黒字がさらに拡大した。一方、中国では投資/GDP比率と貯蓄/GDP比率がともに上昇し続けたため、GDP比で見た黒字は比較的小規模にとどまっている。

危機に襲われた東アジア諸国の為替レートは金融危機時に50%ほど下落したが、外国為替市場への中央銀行の介入により、その後は危機前に比べると平均

15～20%ほど弱くなった状態で維持されている²。危機に陥らなかった国々の為替レートも、中国を除き同様の推移をたどっている。中国の為替レートは、1994年～2005年7月20日まで1米ドル=8.2人民元と変わっていない。前述のような、米国の赤字に対する民間資本の流入不足によって引き起された近年の米ドル下落を受けて、2002年、東アジア地域はさらに大規模な介入を始めた。2002年以降、米国の対外赤字の約40%を外国(主のアジア)の中央銀行がファイナンスしている。

アジアの中央銀行が多額の外貨準備を蓄積する目的は、1) 短期資本フローの大逆転によって外貨準備が減少する資本収支危機に備えるとともに、2) 輸出主導型の経済成長を維持するため、競争力のある為替レートを維持することにあった。金融危機直後は第一の目的が重要だったが、近年は第二の目的がより重要になってきている。

III. 新しい世界的不均衡の持続可能性

以上のような新しい世界的不均衡は、持続可能ではないかもしれないため危険である。持続可能性の問題は、1) 米国の巨額の赤字の持続可能性、2) アジア通貨当局による外貨準備蓄積の持続可能性、の2つに分けられる。

A. 米国の経常収支赤字の持続可能性

米国の経常収支赤字化に伴い、世界の他の国々に対する米国の債務が増大する。こうした経常収支赤字が持続可能かどうかは、米国が継続的な赤字をファイナンスするために発行する債務を、外国人投資家が積極的に保有するかどうか検討すれば判断することができる。この分析では、利子率の変化と米国の負債に対するリスク・プレミアムを考慮しなければならない。米国の経常収支赤字が引き続きGDP比6%のままで、名目GDP成長率が5%、純対外債務の利

² 添付の分析資料、図4を参照。

子率が現在の低水準にとどまれば³、やがて純対外債務は長期的には GDP の 120%($6\% \div 5\%$)に達するだろう⁴。

またこの仮説から、10 年後には純対外債務が GDP の 65%、米国以外の世界の総資産の 18%に及ぶことが示唆される。米ドルが基軸通貨であるおかげで、外国人投資家が積極的にこうした多額の債務を引き受け、債務蓄積が持続可能となることも考えられる。

だが長期的には、利子率が次第に悪化していく。現時点では、2004 年の米国の純対外債務が GDP 比 29%であるにもかかわらず、米国の純国際投資収入はわずかにプラスにとどまり、純利子率がマイナスとなっている(よって米国には好都合である)。これは、現在に至るまで、海外直接投資などの主として株式投資による米国居住者の投資収入が、米国居住者から得られる、米国以外の国が保有する米国債券の投資収入を上回っていたからだ。たとえ米国の海外投資と海外から米国への投資の利回りが変わらないとしても、今後 10 年間に増大すると考えられている米国の巨額の負債により、純利子率は約 1%上昇するだろう。この場合、長期的には負債/GDP 比率は GDP の 150% ($6\% \div (5\% - 1\%)$)となり、米国以外の世界の国々の純資産の 40%に達する⁵。

いくら米ドルが基軸通貨とはいえ、海外投資家が、利回りが高いわけでもないのに総資産のかかなりの割合(たとえば 40%超)を米国資産として保有するとは思えない。米ドルの下落が懸念されるなら尚更である。10 年後の米国資産の期待利回りがわずか 1%しか上昇しなければ、最終的には負債/GDP 比率が GDP

³ 純名目利子率 r は、純国際投資収入を米国の純対外負債で除したものとする。純国際投資収入は、米国の海外保有総資産から得られた国際収入と米国の総対外債務に対する支払いの差額。

⁴ 次の式を用いて米国の長期的な負債/GDP 比率を算出できる。 $n^* = c / (g - nir)$ 。 n^* は、長期的に見た GDP に対する純対外債務の水準、 c は経常収支赤字/GDP 比率、 g は名目経済成長率、 nir は米国の純対外債務の純名目利子率。本文中の前提に従えば、米国の純対外債務は GDP の 120% ($6\% \div 5\%$)に達すると示唆される。

⁵ 添付資料を参照 (セクション A1)。

の 300% ($6\% \div (5\% - 3\%)$) を超えるだろう⁶。これでは米国の総資産を上回ってしまう！ 従って、米国の現在の負債水準はいずれかの時点で持続不可能となるだろう。

一方、経常収支赤字が GDP 比 3% 以下にとどまれば、長期的な負債/GDP 比率が GDP の 60% 未満となる。米ドルが基軸通貨であることを考慮すると、この水準の赤字は持続可能であろう。

B. アジアの中央銀行による外貨準備蓄積の持続可能性

アジアの通貨当局による外貨準備の蓄積により、ベースマネーが増大し、これによって金融システムに過剰な流動性が生じる。その結果、マネーサプライが増えインフレが加速する。これを相殺するため、東アジアの中央銀行は不胎化政策をとっている。不胎化とは、国債や中央銀行の債券を売ってベースマネーの増大を抑え、金融システムの過剰な流動性を吸い上げることだ。

東アジアの不胎化政策は今のところ、マネーサプライの成長率上昇を防ぐのにおおむね成功している。消費者物価指数(CPI)のインフレ率も、年間 1 ~ 3% の低水準にある。

だがそれでも、不胎化措置にはいくつかの問題が伴う。第一に、不胎化政策により市中銀行は中央銀行の債券を多く保有することになり、銀行の収益性が落ちて金融制度による信用配分が妨げられる。第二に、継続的な不胎化は長期的には失敗につながる。なぜなら、国債や中央銀行債券が供給過剰になると、投資家によるこれらの債券の保有を促すため、利子率を上げなければならない可能性もある。利子率が上がるとさらに海外資本が流入し、不胎化の本来の目的が果たせなくなる(政策の自己矛盾説)。第三に、米国財務省証券(外貨準備)を蓄積し続ければ、実際には国内の設備やインフラ整備のために投資したほうが遙かに高い利潤率や社会的リターンが得られるので、次第に資金配分が非効率

⁶ 添付資料を参照(セクション A1)。

的になる。

IV. 米国がとるべき対外調整政策

米国は、持続不可能な自国の不均衡にどう対処すべきなのか。前述のように、米国の巨額の経常収支赤字は国内の I-S インバランスを原因とするもので、世界の経常収支赤字合計の 4 分の 3 を占める。そのため、世界的不均衡を解決する責務は米国にあり、米国が国内貯蓄をいかに積極的に増やしていくかにかかっている⁷。国内貯蓄を増やすには、財政引き締め、および家計部門の貯蓄率を上げるための内需抑制政策が求められる。だが、こうした内需抑制政策のみによって対外債務を調整すれば、不況を招くだろう。従って、純輸出を促すよう政策転換を行い、内需抑制の影響を相殺しなければならない。つまり、米ドル切下げによって貿易財と非貿易財の交易条件を前者に有利なものに変え、純輸出を増やすと同時に、内需抑制政策をとれば、対外的にも国内的にも均衡(すなわち、持続可能な経常収支の均衡、完全雇用、低いインフレ率)を確保・維持することができる。内需抑制政策をとらず米ドルが切下がるだけなら、インフレが加速する可能性がある。よって米国にとって最適なポリシー・ミックスは、財政引き締めと米ドルの切下げの並行実施であろう。

財政引き締めを行わなければ、外国人投資家のポートフォリオの中に占める米国資産のシェアが増大しすぎ、市場原理によって米ドルが下落する(前述した持続不可能な経常収支赤字)。財政引き締めが不十分であれば、それだけ大きく米ドルが下落する。この下落プロセスは緩やかに進行するかもしれないが、急激に大きく下落するリスクもある。

⁷ 2002 年以降下落を続けてきた米ドルが、2005 年はほぼ長期的な平均水準にあり、大きな変動がないという事実からも、国内貯蓄の増大が重要であることが裏付けられる。とはいえ、経常収支赤字は依然として巨額であり、このことから、米国の対外的な不均衡は、為替レートの過大評価でなく国内での投資に対する貯蓄不足が原因と示唆される。

多くの研究によれば、米国の経常収支赤字をGDP比1%減らすには、米ドルは約10%下落しなければならないという⁸。従って、財政引き締めを行わなければ、米国の経常収支赤字を現在のGDP比6%から前述のGDP比3%という持続可能な水準まで下げるには、米ドルの価値は30%切り下がらなくてはならない。よって、この危険なシナリオに備えるとして、30%の米ドル下落という作業仮説の下で、政策を考える。勿論、これは予測ではないし、また米ドル下落のタイミングやスピードを確実に予測することなど誰にもできはしない。

V. 現在の世界的不均衡解決における東アジアの役割

A. 協調的な通貨調整が必要な根拠

米ドルの30%下落という前述の作業仮説から示唆されるこの危険なシナリオに、東アジア諸国はどう対処すべきなのだろうか。

次の理由から、東アジア地域において相互の為替レートを安定的に保つため協調的な措置をとるべきだと思われる。

1) 域内の貿易比率が貿易額全体の約55%を占めることから、東アジア諸国の通貨が一様に米ドルに対して強くなれば、域内の実効的な為替レートの変化は軽減される。そのため、アジア諸国の通貨が米ドルに対して強くなった場合も、景気後退への影響が緩和されるだろう。

2) 域内の為替レート安定により、継続的な海外直接投資の流入が促され、高い域内貿易比率の基盤である生産・流通のネットワークが安定的に支えられる。各国に細分化された生産ブロックは比較優位性に基づいて配置されており、こうしたネットワークはアジアの経済成長の原動力となってきた。むしろ、各国の比較優位性やこれらの生産ネットワーク自体、長期的には大きく変化していくだろう。

3) 貿易パートナーに対する競争力を失うことを恐れて、東アジアの国は自国通

⁸ 添付の分析資料(セクション IV A、P17)を参照。

貨だけが強くなることを望まない場合がある。あらゆる国がこぞって行う協調的な通貨調整は、こうした囚人のジレンマの克服に役立つ。これらの調整上の問題を克服する方法については、セクション V B で論じる。

東アジアに最適なポリシー・ミックスを考察する前に、域内貿易の構造と囚人のジレンマの問題について簡単に説明する。

1. 東アジアの三角貿易構造

経済的相互依存関係が強く域内貿易比率が全貿易の 55%を占める東アジアの基盤は、域内の複雑な生産・流通ネットワークにあり、このネットワークによって世界的な三角貿易構造が作られている⁹。日本、韓国、台湾、それに ASEAN 諸国の多国籍企業が、高度な技術集約型中間財や資本財を生産し、それを中国が輸入して低賃金の労働で加工している。その後、最終製品を全世界の市場へ輸出しているのだ。こうした加工貿易は、中国の全貿易の 55%を占める。中国の加工貿易の大半は、直接投資による外国企業によって行われている。このような域内ネットワーク内の貿易は、産業内垂直分業(VIIT: vertical intra-industry trade)という国際貿易上の分業パターンに分類される。

この VIIT は、南北間の産業内垂直分業(例：資本財と衣料品)や、北北間の産業内水平分業(例：タイプの異なる 2 種類の自動車)といった従来の貿易理論で強調されてきた最終財の交換とは異なる。VIIT では、特定の産業(例：電子産業)の生産プロセスが細分化された生産ブロックに分かれ、各生産ブロックがそれぞれ異なる国に配置されている。資本・熟練・労働といった資源の相対的賦存や、物理的・制度的インフラの発達度合などから判断される比較優位性に基づき、域内の途上国・新興工業国・先進国に生産ブロックが配置される。VIIT

⁹ 東アジアにおいて海外直接投資の流入は、国際生産ネットワークの強化、コスト削減、技術ノウハウの移転に重要な役割を果たしてきた(添付の分析資料、セクション IV B 2、P20 を参照)。

は効率性を大きく向上させ、東アジアを世界の工場にするのに役立った。

このような貿易ネットワークのため、他のアジア諸国から輸入した中間財のコストと比べて加工輸出品に中国で加えられる付加価値は 小さい(20%)。従って、中国の人民元切上げは、最終加工製品の米ドル価格や、ひいては中国の貿易黒字に大きな影響を与えないだろう。さらに三角貿易構造の中で、中国は米国でなく主に東アジアから高度な中間財を輸入し、最終製品を米国を含む世界中に輸出している。従ってこの三角貿易構造から、たとえ中国の対外貿易黒字が解消したとしても、米中二国間には依然として大きな貿易不均衡が残ると考えられる。よって政策的には、単に米国の対中赤字が大きいかからといって人民元の切上げを要求するのは、まったく不適切と言える。

2. 東アジアにおける補完的・競合的な貿易関係

アジア諸国は国内および、とりわけ第三市場で互いに競争しているため、域内諸国の為替レート上昇に追随しない可能性がある。三角貿易構造や VIIT によって示唆されるように、比較的発展が進んだ国々が技術集約型の資本財・中間財を大量に輸出する一方、発展があまり進んでいない国々は熟練集約度が低い消費財を大量に輸出している。そのため、高度な中間財・資本財の貿易に関して、中国・アジアの発展途上国とアジア先進国は基本的に補完的な関係にある。さらに中国と、技術集約度の高い加工用の部品やコンポーネントを中国に輸出している ASEAN 内の多国籍企業の間にも補完的関係が見られる。対照的に、労働集約型の消費財の貿易については、中国とアジアの発展途上国の間に主として競合的関係が見られる。既存の研究によると、アジアの一カ国の為替レートが他の諸国の為替レートに対して上昇すれば、その国の第三市場への輸出(特に労働集約型の消費財の輸出)が減少することが多い¹⁰。

結局のところ、あらゆる国際貿易関係の中には競合要因が存在するため、他

¹⁰ 添付の分析資料、セクション IV B 4、P23 を参照。

国に対する競争力低下を懸念して、各国は自国の通貨が強くなるのを防ごうとする可能性がある。東アジアの一部の国が自国通貨の一方的な切上げを嫌うのは、このためと考えられる。従ってここに、アジア諸国の通貨価値が一度に上昇すれば全ての国が潤うが、他の国が同じように為替レートを上げるかどうかを疑って切上げに抵抗する国が出てくるといふ、集団行動上あるいは調整上の問題が生じる。

B. 東アジア地域に適したポリシー・ミックス

1) 高い域内貿易比率、2) 発達した生産・流通ネットワークの維持・発展、3) 政策協調の失敗という問題を克服する必要性から、アジア諸国の通貨間の為替レートを安定的に維持するため、協調的対応をとるべきだと考えられる。そのひとつの手段として、前述の作業仮説に基づき、域内の全ての国がほぼ一斉に米ドルに対して自国通貨を強めることが挙げられる。だが、こうした協調的な通貨調整は各国の経済状況(例：政策の選択肢、マクロ経済的要因、貿易/GDP比率、構造的要因)の格差を十分考慮したものではないし、2002 年以降の一部アジア諸国における実質的な通貨価値の上昇も無視したものだ。一体どうすれば、政策協調的メリットと、経済状況の格差を調整する必要性との間で折り合いをつけられるのだろうか。

協調的対応では互いの為替レートの安定を目指しているため、2002～2005 年の米ドル下落時に為替レートが上がらなかった通貨については、すでにレートが上昇している通貨と同程度まで切上げるべきである。域内諸国がより柔軟な為替制度(レジーム)を採用すれば、こうした通貨調整を達成しやすくなるだろう。

この柔軟な為替制度は、1) 対米ドル中心レートではなく、複数通貨バスケットに基づく参照レートをとる、2) 参照レートのまわりにそれなりに広いバンドを設けるといふ2つの要因を特徴とする。

この 2 つの要因により、政策立案者は自国の経済状況を考慮に入れながら、必要とされる通貨調整のスピードや規模をより柔軟に管理することができるだろう。

完全フロート制では、市場ファンダメンタルがより正確に為替レートに反映される。だが、一部の東アジア経済圏における国内資本市場の浅さ、狭さを考えると、完全フロート制をとればいくつかの国では為替レートが激しく揺れ動き、国際貿易変動の影響を受けやすい域内の経済に損害をもたらすだろう。

従ってここでは、完全フロート制でも米ドル・ペッグの固定制でもなく、複数通貨バスケットに基づく参照レートとバンドをもった、より柔軟な為替制度を推奨する。各国がこうして柔軟性を獲得すれば、作業仮説に見るような米ドル下落が生じた場合、域内全体の通貨価値が上昇し、アジア諸国間の実質実効的な為替レートを相互に比較的安定した状態に保つことができるだろう。

柔軟な為替制度は、いくつかの理由から中国にも恩恵をもたらす。第一に、中国の WTO 加盟に伴い、外国の銀行・その他金融機関による人民元業務が解禁となったため、中国は次第に事実上の資本勘定の交換性に直面しはじめる。この場合、広いバンドが設けてあれば、中国は資本流入が変動しても、より自律的な金融政策を維持できるだろう。第二に、為替制度の柔軟性が増せば、中国の国内銀行やトレーダーが為替リスクを管理できるようになり、中国の先物為替市場や関連した市場インフラが急速に発展する。同時に中国は、近い将来より柔軟な為替制度に適応できるよう、必要な金融制度インフラ(例：プルーデンスル規制の適正化、監査、透明な会計、返済義務の確率など)を極力早く計画的に構築しなければならない。

アジア諸国が、外貨準備を蓄積するかわりに自国通貨を切上げれば、不況効果がもたらされる。だがこれは、適切なマクロ経済政策・構造政策によって相殺することができる。従って、為替レート切上げとともに、内需増大政策をとる必要がある。

内需増大政策として、財政政策・構造政策による物的インフラ・人的資本の構築(特に農村部)、規制緩和を通じた非貿易財部門の競争力・生産性の向上などが挙げられる。これらの政策によって国内市場向けの生産を促し、輸出でなく国内市場に依存して雇用を創出することができる。

よって、支出増大政策と支出転換政策の併用こそが、これまで大量の外貨準備を蓄積してきたアジア諸国にとって最適なポリシー・ミックスであろう。為替レートの上昇なしに、単に国内需要を刺激する政策をとれば経済が過熱する。他方で、国内需要刺激政策をとらず為替レートを上げれば、景気が縮小する。両者を組み合わせてはじめて すなわち最適なポリシー・ミックスの実施によって 、アジア諸国は過剰な外貨準備の蓄積から脱却し、同時に自国に有益な対外的・国内的均衡を達成できるだろう。この政策は世界的な不均衡の解決にも貢献し、従って地域的・国際的利益を推進する調和のとれた手段となるだろう。

VI. 結論

現在の世界の不均衡は永遠に持続可能なものではない。不均衡の解決に必要な最初のステップは、米国が国内貯蓄を増やすことである。米国の I-S インバランスが改善されなければ、セクション IV で述べたように、外国人投資家のポートフォリオにおける米ドル資産の割合が過度に多くなるため、米ドルは大幅に下落するだろう。この下落プロセスは緩やかに進行するかもしれないが、急激に大きく下落するおそれもある。

米ドルの大きな下落というリスク・シナリオを前にして、アジア諸国は、各国の経済格差を考慮しつつ為替レートを互いにできるだけ安定的に維持できるよう、協調的対応をとるべきだ。為替制度の柔軟性を持たない諸国が、複数通貨バスケットに基づく参照レートと適度な広さのバンドを設定した、より柔軟な為替制度を採用すれば、こうした対応が可能である。東アジアの政策立案者

の課題は、このような方法で為替レート政策の調和を図ることだ。

政策を調整し、より柔軟な為替制度の選択を通じて域内の実効的な為替レートを相互に安定させれば、いくつかのメリットが得られる。第一に、米ドルがかなり大きく下落しても、東アジアの域内貿易比率は約 55%に達するため、協調的な通貨調整によって東アジアにおける「実効的な」為替レートの上昇幅を抑制することができる。その結果、米ドルに対するアジアの通貨価値上昇による不況効果を最小限に抑えられる。第二に、為替レートの安定によって海外直接投資の流入が促されるとともに、アジアに比較優位性をもたらす成長の原動力として機能している、アジア地域内の生産・流通ネットワークが保護される。とはいえ、各国の比較優位性が変化するにつれ、このネットワークも次第に変化していくだろう。第三に、このような通貨調整は、本当は一斉に通貨を切上げれば互いの利益となるのに、自国だけの一方的な為替レートの上昇にとどまって他の国は追随してこないかもしれないという恐れのため自国の切上げを嫌うという囚人のジレンマの問題を克服するのに役立つ。

為替レート引上げとともに、内需増大政策を実施すべきだ。これによって通貨引上げによる不況効果を相殺でき、またこの政策は、純輸出拡大への過度の依存を廃し国内需要を促進するという東アジアの新しい経済戦略とも合致する。

為替政策の調整には、地域フォーラムが役立つと思われる。地域フォーラムを活用すれば、東アジア諸国の為替レートの相互安定を目指す。ひいては持続的な経済統合を促す。通貨調整政策の形成において、必要とされる監視機構を確立し、ピア・プレッシャー（仲間うちの圧力）を生み出すことができる。

クアラルンプールで開かれる東アジアサミットは、域内諸国の利益推進に向け、ここで述べた方向に沿って政策的選択肢の議論を始めるには格好の場と考えられる。

A1. 添付資料 米国の経常収支赤字の持続可能性

米国の経常収支赤字化に伴い、世界の他の国々に対する米国の債務が増大する。この債務の持続可能性を分析するひとつの方法は、最終的に外国人投資家のポートフォリオに含まれるべき米国債務の割合を算出することだ。この分析では、利子率の変化と外国人投資家が保有する米国負債に対するリスク・プレミアムを考慮に入れねばならない。このダイナミックなプロセスを理解するため、まず次の簡単な式を用いて長期的に見た米国の負債/GDP 比率を算出する。

$$(1) \quad n^* = c / (g-r)$$

n^* は長期的に見た最終的な純対外債務/GDP 比率、 c は経常収支赤字/GDP 比率、 g は名目経済成長率、 r は米国対外債務の純名目利子率である¹¹。米国の経常収支赤字が引き続き GDP 比 6%で、名目 GDP 成長率が 5%、純対外債務の金利が現在の低水準にとどまれば、この式(1)から 純対外債務は GDP の 120%(6%÷5%)に窮極的には達すると考えられる。加えて、同じ前提に立てば 10 年後には純対外債務が GDP の 65%に達することが示される。

GDP 比 65%(米国を除く世界の資産の 18%に相当)の米国の純負債を、外国人投資家が積極的に引き受ければ、この負債水準は持続可能かもしれない。米ドルは基軸通貨であるため、取引目的や予備的動機から米国資産には特別な需要が存在する。米国の主導的地位および米ドル基軸通貨制を考慮すると、投資家が多額の米国債務を引き受ける可能性もある。

ただ、長期的には利子率が次第に悪化していくことが問題だ。現時点では、2004 年の米国の純対外債務が GDP 比 29%であるにもかかわらず、米国の純国

¹¹ 純名目利子率 r は、純国際投資収入を米国の純対外負債で除したものとする。純国際投資収入は、米国の海外保有総資産から得られた国際収入と米国の総対外債務に対する支払いの差額。

際投資収入はわずかにプラスにとどまり、純対外負債の純名目利子率 (r) はマイナスとなっている(よって米国には好都合である)。これは、現在に至るまで、米国居住者の海外投資収入が、米国以外の他の国が米国居住者から得る投資収入を上回っていたからだ。これは、海外の米国資産の大部分は株式(海外直接投資を含む)であるのに対し、米国の対外負債は主として確定利付き資産(外国の中央銀行が購入する米国財務省証券など)であることに起因する。米国はよりリスクが高く収益性が高い資産を保有しているため、米国投資家の平均利回り(2004 年で 3.9%)は、外国人投資家の平均利回り(2004 年で 2.6%)を上回っている。

r (純名目利子率)はこれまでマイナスだったが、世界の他の国々が保有する米国負債が増大すればこの状況も変わるだろう。たとえ対外負債に対する米国の利回りが、今後も米国負債に対する他国の利回りを現状通り上回るとしても、他国が保有する米国負債が増大するということは、10 年後には純負債の純利子率が約 1%になることを意味する。この場合、式(1)によると定常的な負債/GDP 比率は GDP の 150%となるだろう ($6\% \div (5\% - 1\%)$)。この数字を大局的に見ると、GDP の 150%に相当する米国資産を世界の他の国が保有すれば、米国資産がそれら他国の総資産の 40%を占めることになる。

米ドル基軸通貨制のため米国資産への需要が高いとはいえ、外国人投資家が利回りが高くもないのにそれだけ大量(前述の例では総資産の 40%)の米国資産を引き受けるとは思えない。投資家が米ドル下落に備えてリスク・プレミアムを必要とするなら、尚更である。10 年後の米国資産の期待利回りが現在の 2.6%から 1%しか上昇しないとすれば、対外負債に対する純利子率は 3%を超えるだろう¹²。この場合、式(1)による最終的な負債/GDP 比率は GDP の 300%を超

¹² 純利子率 r は $(r_{US}ROW_{US} - r_{ROW}US_{ROW})/(ROW_{US} - US_{ROW})$ 。ここで r_{US} とは、外国人投資家が米国資産から得る平均利回り、 ROW_{US} は米国以外の国が保有する米国資産の合計、 r_{ROW} は米国人投資家が海外資産から得る平均利回り、 US_{ROW} は米国市民が保有する外国資産の合計。 US_{ROW} が GDP(Y_{US})比 27%という現在の水準にとどまれば、10 年後の ROW_{US} は $0.92Y_{US}$ ($0.27Y_{US} + 0.65Y_{US}$)となる。 r_{US} が 2.6%から 3.6%に上昇すれば、 r は $(0.036*0.92Y_{US} -$

える($6\% \div (5\% - 3\%)$)。これでは米国の総資産を上回ってしまう！ 従って、米国の現在の負債水準はいずれかの時点で持続不可能となるだろう。

一方、経常収支赤字が GDP 比 3% 以下にとどまれば、式(1)による負債/GDP 比率は GDP の 60% 未満となる。GDP の 60% とはすなわち、米国以外の世界の資産の 15% に相当する。米国の主導的地位および米ドル基軸通貨制を考慮すると、外国人投資家はこの程度の米国資産であれば、米ドル資産の利回りが高くなくても積極的に引き受けると考えられる。この場合、前述のような利子率の変化もあまり問題にならないだろう。従って、GDP 比 3% 未満の経常収支赤字は持続可能と考えられる。

$0.039 \times 0.27Y_{US} / 0.650Y_{US}$ 、すなわち 3.5% となる。

**1st Meeting of NEAT Working Group on
"Promoting Economic Integration in East Asia through Resolving Global Imbalances"
on 14 December, 2004, at RIETI, Tokyo**

List of Participants

<u>China</u>	Dr.He Fan	Assisting Director, Institute of World Economics and Politics Chinese Academy of Social Sciences(CASS)
<u>Indonesia</u>	Dr.Raymond Atje	Head of the Department of Economics, Center for Strategic and International Studies
<u>Korea</u>	Dr.Jae-Ha Park	Senior Research Fellow, Financial System and Policy Division Korea Institute of Finance
	Dr.Sang-Yirl NAM	Research Fellow, Department of Trade and Investment Policy Korea Institute for International Economic Policy (KIEP)
<u>Malaysia</u>	Dr.Azidin Wan Abdul Kadir	Research Fellow, Macroeconomic Trends and Forecasting Division, Malaysian Institute of Economics Research (MIER)
<u>Thailand</u>	Dr.Piti Disyatat	Monetary Policy Analysis and Strategy Division, Monetary Policy Group, Bank of Thailand
<u>Japan</u>	Dr.Masaru YOSHITOMI (Chairman)	President and Chief Research Officer, RIETI
	Dr.Li-Gang LIU	Senior Research Fellow, RIETI
	Dr.Masato HISATAKE	Senior Research Fellow, RIETI
	Prof.Takatoshi ITOH	Faculty Fellow, RIETI/Professor, (Graduate School) Faculty of Economics and Research Center for Advanced Science and Technology, University of Tokyo
	Prof.Kyoji FUKAO	Faculty Fellow, RIETI /Professor, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
	Prof.Shujiro URATA	Faculty Fellow, RIETI /Professor of International Economics Graduate School of Asia-Pacific Studies Waseda University
	Mr.Yoshiaki TOJO	Consulting Fellow, RIETI/Director, International Economic Affairs Division, METI
	Mr.Daisuke HIRATSUKA	Director, APEC Study Center/Director, Regional Integration Studies Group, Interdisciplinary Studies Center, IDE-JETRO
<u>Observer</u>	Mr. Sozaburo OKAMATSU	Chairman, RIETI
	Mr.Yasuo TANABE	Vice President, RIETI
	Dr.Kazutomo IRIE	Director of Administration, RIETI
	Mr.Yuji HOSOYA	Director of Research, RIETI

**2nd Meeting of NEAT Working Group on
"Promoting Economic Integration in East Asia through Resolving Global Imbalances"
on 11 April, 2005, at RIETI, Tokyo**

List of Participants

<u>China</u>	Dr.He Fan	Assisting Director, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences(CASS)
<u>Indonesia</u>	Mr.Sjamsul Arifin	Acting Director, Center for Education and Central Banking Studies, Bank Indonesia
<u>Korea</u>	Dr.Sang-yirl (Simon), NAM	Research Fellow, Department of Trade and Investment Policy Korea Institute for International Economic Policy (KIEP)
	Dr.Jae-Ha PARK	Senior Research Fellow. Financial System and Policy Division, Korea Institute of Finance
<u>Malaysia</u>	Dr.Mohamed Ariff	Executive Director, Malaysian Institute of Economic Research (MIER)
<u>Thailand</u>	Dr.Piti Disyatat	Monetary Policy Analysis and Strategy Division, Monetary Policy Group, Bank of Thailand
	Dr.Kanit Sangsubhan	Director of Fiscal Policy Research Institute
<u>Japan</u>	Dr.Masaru YOSHITOMI (Chairman)	President and Chief Research Officer, RIETI
	Dr.Li-Gang LIU	Senior Research Fellow, RIETI
	Dr.Willem THORBECKE	Senior Research Fellow, RIETI
	Prof.Takatoshi ITO	Faculty Fellow, RIETI / Professor, (Graduate School) Faculty of Economics and Research Center for Advanced Science and Technology, University of Tokyo
	Prof.Eiji OGAWA	Faculty Fellow, RIETI / Professor of Hitotsubashi University, Graduate School of Commerce and Management (International Finance)
	Mr.Yoshiaki TOJO	Consulting Fellow, RIETI / Director, International Economic Affairs Division, METI
	Prof.Kyoji FUKAO	Faculty Fellow, RIETI / Professor, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University
	Mr.Nobiru ADACHI	Consulting Fellow / Director-general, Research Department, Policy Research Institute, MOF
<u>Observer</u>	Mr. Sozaburo OKAMATSU	Chairman, RIETI
	Mr.Yasuo TANABE	Vice President, RIETI
	Dr.Kazutomo IRIE	Director of Administration, RIETI
	Mr.Yuji HOSOYA	Director of Research, RIETI

**3rd Meeting of NEAT Working Group on
"Promoting Economic Integration in East Asia through Resolving Global Imbalances"
on 25 July, 2005, at RIETI, Tokyo**

List of Participants

<u>China</u>	Dr. Yu Yongding	Director of Institute of World Economics and Politics, CASS
<u>Indonesia</u>	Mr.Sjamsul Arifin	Acting Director, Center for Education and Central Banking Studies, Bank Indonesia
<u>Korea</u>	Dr.Jae-Ha PARK	Senior Research Fellow. Financial System and Policy Division, Korea Institute of Finance
<u>Malaysia</u>	Dr.Mohamed Ariff	Executive Director, Malaysian Institute of Economic Research (MIER)
<u>Singapore</u>	Dr.Tok Yoke Wang	Lead Anaylst, External Dept, Monetary Authority of Singapore
<u>Thailand</u>	Dr.Kanit Sangsubhan	Director of Fiscal Policy Research Institute
<u>Vietnam</u>	Dr.BUI TRUONG GIANG	Research Fellow, Institute of World Economics and Politics VIETNAM
<u>Japan</u>	Dr.Masaru YOSHITOMI (Chairman)	President and Chief Research Officer, RIETI
	Dr.Li-Gang LIU	Senior Research Fellow, RIETI
	Dr.Willem THORBECKE	Senior Research Fellow, RIETI
	Prof.Takatoshi ITO	Faculty Fellow, RIETI / Professor, (Graduate School) Faculty of Economics and Research Center for Advanced Science and Technology, University of Tokyo
	Prof.Eiji OGAWA	Faculty Fellow, RIETI / Professor of Hitotsubashi University, Graduate School of Commerce and Management (International Finance)
	Prof.Shujiro URATA	Faculty Fellow, RIETI /Professor of International Economics Graduate School of Asia-Pacific Studies Waseda University
	Mr.Yoshiaki TOJO	Consulting Fellow, RIETI / Director, International Economic Affairs Division, METI
	Mr.Takashi KIHARA	Consulting Fellow, RIETI
<u>Observer</u>	Mr. Sozaburo OKAMATSU	Chairman, RIETI
	Mr. Yasuo TANABE	Vice President, RIETI
	Dr.Kazutomo IRIE	Director of Administration, RIETI
	Mr.Yuji HOSOYA	Director of Research, RIETI